

La politique monétaire dans un environnement incertain

Intervention de M. Issing devant le Forum de politique économique, le 9 décembre 2002, à Paris, sous l'égide de la Fondation Banque de France, du centre d'Études prospectives et d'informations internationales (CEPII) et de l'université d'Aix-Marseille (institut d'Économie publique – IDEP), avec la collaboration de Philippe Moutot (Banque centrale européenne, Directorate General Economics).

Il n'est pas nécessaire de rappeler à des économistes que les banquiers centraux ont à prendre leurs décisions dans un monde fait d'incertitudes. Toutefois, si les chercheurs ont accompli des progrès remarquables dans l'analyse des risques affectant des modèles économiques spécifiques et leurs variables, appréhender l'incertitude au sens de Knight, à laquelle sont aussi confrontés les banquiers centraux et, parfois, les marchés, est un défi d'une nature bien différente. Je distinguerai donc trois grandes catégories d'incertitude :

- l'incertitude quant à l'état de l'économie ;*
- l'incertitude liée à la structure de l'économie ;*
- l'incertitude stratégique (interaction entre les agents économiques privés et les autorités monétaires).*

Comment la politique monétaire doit-elle répondre à ces différentes formes d'incertitude ?

Les incidences de l'incertitude sur la mise en œuvre optimale de la politique monétaire ont été identifiées dans la littérature économique depuis un demi-siècle au moins. Le débat autour de ces implications s'est nourri des discussions sur la pertinence d'un réglage fin de la conjoncture et du « principe de modération » de Brainard. Puis il est passé récemment de considérations sur le degré optimal d'activisme, qui se rapportent principalement aux deux premières formes d'incertitude, à la question de la solidité des règles de politique monétaire, qui a trait également à l'incertitude stratégique.

Dans ce contexte, le manque de robustesse des règles monétaires simples, ou même des règles recourant à une pluralité d'indicateurs, n'apparaît que partiellement résolu par les procédures de cible d'inflation. C'est pour s'assurer de la plus grande robustesse possible que la Banque centrale européenne (BCE) a élaboré une stratégie à deux piliers.

Mais ces réponses sur la manière la plus efficace de faire face aux incertitudes liées à l'état de l'économie, aux structures et aux modèles de cette économie ainsi qu'à certains aspects de l'incertitude stratégique sont-elles suffisantes ?

Bien entendu, mettre en œuvre une stratégie de politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme et, donc, éviter l'inflation comme la déflation est une condition sine qua non. De plus, la politique monétaire a besoin d'un cadre cohérent et logique.

Toutefois, pour parer au mieux à l'incertitude, la banque centrale se doit aussi de relever deux défis supplémentaires : le défi de la communication avec les marchés et le défi de la crédibilité. Car la transparence et la crédibilité de la politique monétaire sont essentielles pour guider les marchés et assurer l'efficacité de leur fonctionnement.

Otmar ISSING

Membre du directoire de la Banque centrale européenne

C'est un honneur pour moi d'être appelé à intervenir devant vous à l'occasion de ce deuxième Forum de politique économique. Je remercie la Fondation Banque de France, le CEPII et l'université d'Aix-Marseille.

Je n'ai pas été surpris — j'y ai plutôt vu un signe d'encouragement — que Mervyn King ait consacré son discours, en 2001, au rôle particulier de la monnaie dans l'activité des banques centrales nationales. Pour le vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, père de la stratégie de cette institution fondée sur un objectif d'inflation, souligner l'importance de la monnaie dépasse de beaucoup le simple exercice intellectuel.

J'ai choisi de donner à cette intervention un titre qui peut paraître anodin, mais ne vous y trompez pas. Ce thème va me conduire à évoquer ce que je considère comme l'un des défis majeurs qui a été posé aux banquiers centraux dans le passé, leur est posé aujourd'hui et leur sera posé demain, un défi dont les milieux universitaires n'ont pas encore tracé tous les contours. Dans mes fonctions de banquier central directement impliqué dans la prise de décisions de politique monétaire, j'ai dû tenir compte de l'incertitude et de ses conséquences pendant une grande partie de ma carrière. Les défis à relever ont concerné la réunification allemande, les turbulences liées aux crises du mécanisme de change européen, l'introduction de l'euro et la naissance de la politique monétaire unique, ou plus récemment, la bulle spéculative sur les marchés d'actions et les attentats, qui ont suivi la série de crises ayant frappé plusieurs pays émergents ces dernières années. Les banquiers centraux sont donc souvent confrontés à des situations inattendues et difficiles à modéliser sur lesquelles pourtant, à travers leurs décisions, ils vont inévitablement influencer.

Et puis, connaissant mon parcours, si j'avais choisi un thème comme, par exemple, « Pas de monnaie, pas d'inflation — L'importance de la monnaie dans l'économie », vous auriez peut-être laissé échapper un soupir : « Encore ! Il ne peut vraiment pas parler d'autre chose... ». Bien sûr, la question des incertitudes me permettra néanmoins de revenir au rôle de la monnaie. Pas avant, toutefois, d'avoir passé en revue les différentes formes d'incertitude, les réponses que la politique monétaire peut y apporter et, finalement, les défis qui en découlent en termes de communication et de crédibilité.

1. Les formes d'incertitude

Il n'est pas nécessaire de rappeler à des économistes que les banquiers centraux ont à prendre des décisions dans un monde fait d'incertitudes. Toutefois, si les chercheurs ont accompli des progrès remarquables dans l'analyse des risques pour des modèles économiques spécifiques, l'incertitude au sens de Knight à laquelle sont confrontés les banquiers centraux, et parfois les marchés, est d'une nature bien différente. Je distinguerai trois grandes catégories, trois niveaux, d'incertitude, des plus générales aux plus complexes, et donc celles qu'a décrites Knight.

1.1. L'incertitude quant à l'état de l'économie

S'il est un défi que toute banque centrale doit relever dans la préparation des décisions de politique monétaire, c'est celui qui consiste à évaluer avec précision les conditions économiques du moment, à dresser « l'état de l'économie ». Les incertitudes entourant cette analyse sont de trois ordres.

- Les informations sur lesquelles elle repose sont souvent imparfaites. La disponibilité (rapidité) et la qualité des données (fiabilité) varient. Ainsi, les prix de certains actifs financiers sont disponibles en continu et ne font, généralement, pas l'objet de révision. En revanche, la plupart des données économiques, et certaines données financières, ne sont disponibles qu'avec un certain décalage et peuvent être révisées après avoir été publiées. Il existe donc un compromis entre disponibilité et fiabilité des données économiques.
- Il convient de distinguer, ensuite, les données relatives aux indicateurs économiques, financiers et monétaires, et les variables inobservables, à la base d'indicateurs « synthétiques », tels l'écart de production, les taux d'intérêt réels d'équilibre, les taux de change d'équilibre et diverses mesures de situations de liquidité excessive qui ont été élaborées afin de structurer et de regrouper un grand nombre de données observables. Dans la mesure où ces indicateurs résultent d'estimations, l'incertitude les caractérisant devrait être sensiblement plus importante que pour les informations observables. Orphanides et Van Norden (2001) — et plusieurs auteurs dans leur sillage — ont mené des études comparatives de méthodes d'estimation de l'écart de production en temps réel. Il en ressort que, pour les États-Unis tout au moins, la prise en compte de l'erreur de mesure relativement importante liée aux estimations en temps réel peut entraîner une détérioration significative des résultats que l'on peut attendre d'une politique.
- Enfin, les banques centrales doivent identifier la nature et la persistance des chocs qui guident les évolutions économiques observées pour interpréter l'état de l'économie et ses implications pour la stabilité future des prix. Ces chocs affectent-ils la demande ou l'offre au sein de l'économie ? Sont-ils d'origine intérieure ou étrangère ? Seront-ils temporaires ou durables ? Les réponses apportées à ces questions influencent l'évaluation de l'état de l'économie et les mesures de politique monétaire qu'il convient d'adopter. Pendant plusieurs décennies, la théorie économétrique s'est attachée à imposer des contraintes aux modèles économétriques pour identifier la nature des chocs affectant l'économie sans qu'aucun consensus sur la nature des contraintes à imposer n'ait pu être dégagé. Ainsi, les analyses varient souvent en fonction des schémas d'identification adoptés ¹.

1.2. L'incertitude liée à la structure de l'économie

L'incertitude relative à l'état de l'économie est liée au fait que les banques centrales ont également une connaissance limitée de la structure et du fonctionnement de l'économie. Elle a deux origines.

¹ Christiano et alii (1999), Gali (1999)

En premier lieu, il est très difficile d'identifier, parmi les multiples modèles théoriques, celui qui décrit le mieux les relations structurelles au sein de l'économie. Alors que différents modèles ont contribué à approfondir la compréhension du fonctionnement de l'économie, aucun n'a fourni, à ce jour, une description entièrement satisfaisante, unifiée et non controversée du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Dans la mesure où chaque modèle constitue, en soi, une simplification qui ne rend pas compte de tous les aspects pertinents de la réalité, les banques centrales sont constamment appelées à décider quel modèle privilégier, en fonction de circonstances économiques données. Elles ne peuvent donc s'appuyer sur un seul modèle de l'économie et doivent avoir à leur disposition d'autres instruments de modélisation.

Un large consensus existe, par exemple, pour dire que l'inflation est un phénomène monétaire sur le long terme. Mais, dans le même temps, de multiples approches s'affrontent pour modéliser le processus d'inflation à des horizons de court et de moyen termes. L'une d'elles, fondée sur la théorie quantitative de la monnaie, assigne un rôle important aux évolutions monétaires comme déterminant de l'inflation future. Dans certains de ces modèles, comme ceux reposant sur la courbe de Phillips, l'interaction de l'offre et de la demande sur les marchés des biens et du travail est le principal facteur à l'origine des variations de prix et de salaires, en combinaison avec d'éventuelles tensions.

En second lieu, même si un modèle de l'économie faisait l'unanimité, une incertitude considérable demeurerait en ce qui concerne la stabilité des relations structurelles au sein de ce modèle. Cette forme d'incertitude tient aux paramètres des liaisons structurelles. Inévitablement, leur estimation est affectée par l'imperfection des données et par les techniques économétriques spécifiques qui sont utilisées pour les réaliser. De plus, ils peuvent varier avec le temps, à la suite de modifications structurelles au sein de l'économie.

Toutes les banques centrales sont confrontées à cette incertitude relative aux paramètres, mais celle-ci joue un rôle plus important dans le cas des modèles empiriques de la zone euro, dans la mesure où les estimations doivent être effectuées à partir de données historiques compilées pendant la période antérieure à la création de l'Union économique et monétaire (UEM), lorsque les pays participants avaient des régimes de politique monétaire et des dispositifs institutionnels propres. De plus, les données sur les pays participants peuvent, dans certains cas, ne pas être suffisamment harmonisées pour permettre une agrégation adéquate. Enfin, les liaisons structurelles, qui peuvent différer d'un pays à l'autre, peuvent conduire à des relations complexes, éventuellement non linéaires, à l'échelle de la zone euro.

1.3. L'incertitude stratégique : interaction entre les agents économiques privés et les autorités monétaires

Le troisième type d'incertitude que les banques centrales doivent prendre en compte est l'incertitude stratégique. Elle a trait à l'interaction entre les agents privés et les responsables de la politique monétaire et touche, en particulier, au rôle des anticipations, qui peuvent influencer très fortement les canaux de transmission de la politique monétaire ainsi que l'évaluation des conditions économiques à un moment donné.

La banque centrale, qui anticipe généralement les réactions globales des agents économiques sur la base des modèles disponibles, est confrontée à une part d'incertitude en ce qui concerne les réactions des agents économiques et des marchés financiers, face à ses propres décisions et déclarations. Inversement, les agents économiques peuvent s'interroger sur les motivations exactes et les actions des banques centrales et des autres agents économiques. Il en va toujours ainsi, même lorsque l'évolution des marchés est très proche de ce que l'on peut prévoir sur la base des fondamentaux.

Toutefois, le degré d'incertitude stratégique peut, dans certains cas, devenir particulièrement élevé. Tel est le cas lorsque plusieurs des incertitudes mentionnées précédemment s'accroissent, se conjuguent et sont amplifiées par des doutes plus grands et davantage répandus parmi les opérateurs de marché quant à la stabilité des liens économiques, débouchant sur ce que certains appellent une « incertitude fondamentale ». Des évolutions de ce type sont relativement peu courantes dans les pays développés, car les banques centrales de ces pays les préviennent généralement par le succès même des mesures qu'elles mettent en œuvre. Mais leur émergence potentielle doit être prise en compte afin de les éviter.

De profonds changements institutionnels, par exemple, peuvent avoir une telle incidence et être suffisamment importants pour entraîner une certaine discontinuité dans le contenu informatif des données. C'est au cours des périodes de mutation institutionnelle que le problème de l'obtention d'informations se pose avec le plus d'acuité pour les banques centrales. Les changements de structure peuvent être associés avec un large éventail d'anticipations, qui peuvent, à leur tour, évoluer de façon erratique et ne pas être concentrées sur un point central.

La BCE a su éviter de tels phénomènes, alors même qu'elle a présidé à un changement de très grande ampleur en janvier 1999. Cette transition a bien entendu concerné le marché monétaire, mais également les systèmes de paiement et les marchés de capitaux. Plus fondamentalement, la création de la zone euro elle-même a entraîné un changement de régime majeur. D'une certaine manière, nous étions en pleine observation d'un objet mouvant, qui changeait par le fait même qu'il était observé, comme dans le fameux paradoxe de Heisenberg. Pourtant, la transition s'est déroulée sans heurts et le changement radical des relations structurelles, que de nombreux observateurs avaient prédit, ne s'est finalement pas concrétisé. Grâce à une préparation minutieuse et progressive de cette transition, au contexte macroéconomique et financier favorable et à la crédibilité héritée des banques centrales nationales, les marchés ont immédiatement intégré les nouvelles règles du jeu dans leurs anticipations. Ils se sont adaptés rapidement au nouvel environnement de politique monétaire.

Cependant, même en l'absence de profonds changements institutionnels, il n'est pas impossible que les agents économiques aient, par périodes, des difficultés à former et focaliser leurs anticipations à des niveaux raisonnables et ne perçoivent plus clairement les règles du jeu. Ces phénomènes se traduisent généralement, et sont parfois amplifiés dans le prix des actifs et atteignent leur paroxysme dans ce que l'on appelle les « bulles » spéculatives.

L'exemple du débat sur la possible émergence d'une « nouvelle économie » ces dernières années est significatif. La « nouvelle économie » est de nature à modifier la capacité productive de l'économie, soit de façon permanente, soit pour une très longue période, mais son incidence est quasiment impossible à mesurer sur la base de données historiques. En effet, on ne peut jamais affirmer ou exclure totalement que les évolutions sur les marchés des actifs sont liées à la formation de bulles spéculatives et peuvent, de ce fait, créer une dynamique qui, en affectant en dernier ressort la bonne santé financière de l'économie, pourrait amplifier plus fondamentalement l'incertitude régnant dans l'économie. L'incertitude s'amplifie avec les bulles spéculatives, dans la mesure où leur identification est pratiquement impossible en temps réel. Mais les banquiers centraux sont également confrontés à l'incertitude lorsque la bulle explose, risquant d'affecter le fonctionnement des relations économiques normales.

Plus généralement, le risque de phénomènes d'amplification de cette nature est particulièrement notable lorsqu'un niveau très élevé d'incertitude sur les évolutions économiques fait en sorte que les marchés s'éloignent, ou retrouvent, dans un mouvement désordonné, des niveaux généralement considérés comme étant en ligne avec les fondamentaux de l'économie. Tel est souvent le cas lorsque les marchés sont soudainement informés de l'échec de certaines mesures qu'ils ignoraient jusque-là. Dans ces situations, les mécanismes qui tendent habituellement à restaurer les équilibres, comme une activité intense sur les marchés de la part des grands opérateurs ou établissements financiers, peuvent perdre leur efficacité, dans la mesure où les teneurs de marché sont de plus en plus réticents à détenir des positions nettes importantes, entraînant ainsi un comportement « suiviste »². Les préférences habituelles des agents économiques deviennent alors moins stables et moins claires, ces derniers perdant leurs repères, influencés par la dynamique de leurs opinions respectives plutôt que par les concepts d'équilibre traditionnels. Ils peuvent également être influencés par des restrictions de crédit et par des interactions au niveau local ou social (voir, notamment, la série de documents publiés par J. Scheinkman, qui participe à la discussion, et certains coauteurs).

De tels développements, qui peuvent expliquer pourquoi la volatilité des marchés d'actifs est souvent supérieure à la volatilité des fondamentaux, peuvent, dans la plupart des cas, être limités à des marchés spécifiques. Les taux de change sont souvent sujets à des mouvements de ce type, mais reviennent généralement à leurs niveaux fondamentaux, comme cela a été le cas pour l'euro au cours des dernières années. D'autres marchés d'actifs peuvent, eux aussi, subir des fluctuations erratiques à court terme, voir leur liquidité diminuer fortement et les baisses des prix s'entretenir par elles-mêmes.

2. Les réponses de la politique monétaire à l'incertitude

Comment la politique monétaire doit-elle répondre aux différentes formes d'incertitude évoquées ? Les incidences de l'incertitude sur la mise en œuvre optimale de la politique monétaire ont été identifiées dans la littérature économique depuis un demi-siècle au moins. Le débat autour de ces implications s'est toutefois

² Aglietta et Orléan (2002)

nourri progressivement. Il est passé récemment de discussions sur le degré optimal d'activisme, qui se rapportent principalement aux deux premières formes d'incertitude, à la question de la solidité des règles de politique monétaire, qui a trait également à l'incertitude stratégique.

2.1. Le débat sur le degré d'activisme

Dès la fin des années quarante et dans les années cinquante, l'absence d'informations fiables sur les délais, longs et variables, de la transmission de la politique monétaire a été reconnue. Ce constat a amené un certain nombre d'universitaires, au premier rang desquels Milton Friedman ³, à s'élever avec vigueur contre la mise en œuvre de politiques de réglage conjoncturel fin.

Les travaux universitaires menés dans les années soixante ont approfondi cette analyse. L'une des conclusions importantes de ces recherches est que les recommandations relatives à la mise en place d'un instrument spécifique de politique monétaire ne doivent pas être faites en fonction de chocs imprévus lorsque l'incertitude n'affecte l'économie que de façon très limitée. Toutefois, il en va tout autrement si l'incertitude s'insère dans la structure économique de manière plus complexe et plus profonde. Ainsi, l'incertitude sur les paramètres clés décrivant les mécanismes de transmission de la politique monétaire plaide en faveur d'une approche « graduelle » de la politique monétaire, au sens d'une réaction moins vigoureuse aux nouvelles informations que ne le serait une réponse optimale en l'absence de cette incertitude. Ce résultat, qualifié de « principe de modération de Brainard », a été utilisé pour expliquer la politique de « petits pas » observée habituellement chez les banquiers centraux en matière de taux d'intérêt, ce qui revient à agir par petites touches ou à consacrer plus de temps à l'évaluation précédant les décisions de politique monétaire.

Des études récentes ont également montré l'opportunité d'une réaction moins immédiate des banques centrales lorsque les données disponibles sont susceptibles de contenir une erreur de mesure. Dans ce cas, une forte réaction de la politique monétaire à des données erronées entraîne des fluctuations économiques inutiles. En outre, il convient que les banques centrales utilisent l'ensemble des informations disponibles pour recouper les données imparfaites et évaluer dans quelle proportion elles peuvent faire l'objet d'une erreur de mesure. La pondération attribuée à chacune des variables indicatives dépendra de la précision avec laquelle celles-ci sont elles-mêmes mesurées. Ceci s'applique particulièrement pour des variables telles que la production potentielle et l'écart de production.

S'agissant de l'incertitude sur les paramètres et les modèles, des travaux plus récents ont également mis en évidence les circonstances dans lesquelles l'incertitude relative aux paramètres devrait amener les autorités à ajuster l'instrument monétaire davantage que ne le voudrait une réponse optimale en l'absence de cette incertitude. Ainsi, des incertitudes sur la persistance du processus d'inflation peuvent inciter les responsables de la politique monétaire à procéder à des ajustements de plus grande ampleur des taux d'intérêt, afin de réduire les incertitudes relatives à

³ Friedman (1956)

l'évolution future de l'inflation ⁴. De même, quand ces incertitudes sont liées à un déficit de crédibilité, les autorités monétaires peuvent être bien avisées d'agir avec plus de détermination.

Ce domaine de recherche ne fait toutefois l'objet d'aucun consensus. On étudie habituellement l'élaboration de la politique économique, en présence d'incertitude sur les paramètres, en s'appuyant sur la connaissance de la loi de probabilité qui régit ces paramètres. Cela étant, l'incertitude relative aux paramètres des modèles ou, plus généralement, aux structures des modèles peut être si complexe que cette approche soit très difficile à mettre en œuvre. Un certain nombre d'études ont, par conséquent, entrepris d'exprimer l'incertitude sur les modèles à travers divers autres modèles, qui peuvent être considérés par les responsables économiques comme autant de descriptions alternatives, voire concurrentes, de l'économie. Dans ce contexte, le problème posé est la recherche de la « robustesse » des politiques monétaires, quels que soient les modèles sous-jacents, c'est-à-dire d'être en mesure d'obtenir de bons résultats dans le cadre de représentations alternatives de l'économie. Cette approche présente des attraits intuitifs considérables, car les banques centrales utilisent normalement une série de modèles quantitatifs alternatifs de l'économie, au lieu de s'appuyer sur un modèle global unique.

2.2. La question des règles de politique monétaire

L'analyse de l'incertitude stratégique est liée directement au débat sur le rôle des règles. Après s'être tout d'abord penchée sur le processus par lequel les « surprises » monétaires visant à accroître la production à court terme pouvaient, avec le temps, être intégrées dans les anticipations, elle s'est plus récemment intéressée à la thèse selon laquelle une politique monétaire prévisible et systématique était de nature à progressivement stabiliser les anticipations.

Traditionnellement, les banques centrales et les milieux universitaires se sont efforcés de dégager des règles simples de politique monétaire afin de réduire le champ des mesures discrétionnaires et de renforcer la crédibilité. Les règles inconditionnelles simples, comme l'étalon-or ou la règle de la croissance constante de la masse monétaire défendue par Milton Friedman, étaient considérées comme des garde-fous contre des politiques exagérément ambitieuses. Cependant, dans de nombreux cas, les forces autorégulatrices au sein de l'économie qui sous-tendent la logique de telles règles peuvent ne pas agir à un niveau suffisant ou avec la rapidité souhaitable et conduire à une volatilité excessive des prix et de la production. En conséquence, de telles règles n'ont jamais été appliquées dans leur forme stricte.

Des règles d'action conjoncturelle un peu plus élaborées, reliant un instrument de politique monétaire à un ensemble limité d'indicateurs, ont, dès lors, été proposées. Les règles de type Taylor ⁵ en sont le principal exemple. Elles se sont largement répandues, ces dernières années, dans la littérature économique et parmi les observateurs professionnels des banques centrales. Tenir compte de l'écart entre

⁴ Woodford (2002)

⁵ Taylor (1993)

les principaux indicateurs macroéconomiques et les valeurs estimées compatibles avec les objectifs de la politique monétaire relève, en effet, de la bonne gestion pour des banques centrales engagées vers la stabilité, en les rendant vigilantes et prêtes à agir. Cela explique, sans doute, l'efficacité apparente de certaines de ces règles simples à décrire, schématiquement, certaines décisions antérieures des banques centrales ⁶.

Un risque d'erreur existerait toutefois si l'on interprétait ces résultats empiriques comme des indications normatives quant aux motifs réels qui sous-tendent les décisions des banques centrales dans la conduite de la politique monétaire. Il convient de signaler qu'un certain nombre de stratégies monétaires, y compris celle consistant à suivre un objectif de croissance monétaire au sens large, si elles parviennent à préserver le pouvoir d'achat de la monnaie, peuvent, sur une longue période, ne pas se distinguer, en pratique, d'une politique calquée sur la règle de Taylor. De plus, ces résultats semblent, de manière générale, varier suivant que l'on utilise des séries statistiques en temps réel ou progressivement révisées pour mesurer les écarts de production ⁷.

En outre, les origines diverses des chocs économiques appellent des réponses très différentes. Ainsi, dans le cas d'un choc de demande, la modification du taux d'intérêt réel suggérée par la règle de Taylor a plutôt un effet d'équilibrage, à la fois sur les prix et sur la production. En revanche, un choc d'offre doit être évalué d'abord sur la base d'informations provenant des marchés du travail et des biens, qui ne peuvent pas être correctement traitées à l'aide des formules de Taylor. En résumé, pour contrebalancer les effets de facteurs différents, correspondant à une évolution ou à une prévision d'inflation donnée, il faut recourir à des actions d'intensité et de durée variables, car ces facteurs peuvent déclencher des dynamiques assez différentes et être associés à des tendances opposées dans l'évolution des variables réelles. D'autres variables, comme les agrégats monétaires et de crédit, les fluctuations de taux de change, l'estimation des stocks, les indicateurs budgétaires, les variations des cours des matières premières et les accords salariaux, sont des indications très précieuses des évolutions macroéconomiques et contribuent donc à l'interprétation de la situation économique actuelle. Une part importante du travail quotidien des banques centrales est consacrée au traitement de ces informations.

Enfin, on peut également s'interroger sur les propriétés stabilisatrices des règles de Taylor. Cette critique porte sur deux plans. En premier lieu, elles sont généralement basées sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt d'équilibre constant, qui est en fait très difficile à estimer. Deuxièmement, elles sont souvent fondées sur des prévisions. Or, les règles de Taylor de ce type peuvent accentuer la propension des systèmes économiques à être excessivement sensibles à des révisions arbitraires des anticipations.

En partie pour les raisons évoquées ci-dessus, les banques centrales ne peuvent appliquer de façon mécanique les règles de type Taylor formulées par la théorie économique. La base d'information sur laquelle ces règles sont appelées à

⁶ Clarida, Galí et Gertler (1998)

⁷ Orphanides (2000)

fonctionner est simplement trop restreinte pour être d'une aide pratique importante dans la conduite de la politique monétaire.

Au cours des dernières décennies, une autre approche très répandue de modélisation de la politique économique a consisté à établir la règle optimale de politique monétaire, en partant d'une définition de la fonction objectif de la banque centrale et d'un modèle décrivant le fonctionnement de l'économie. Cette approche s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle il existe un modèle économique dans lequel des variables pertinentes pour la politique monétaire, comme l'inflation et la production, réagissent aux mesures de politique monétaire selon un schéma connu. Les banques centrales devraient, par conséquent, appliquer le meilleur profil d'évolution de l'instrument de politique monétaire dérivé de ce modèle, à savoir le profil d'évolution dans le temps du taux d'intérêt à court terme qui minimise une « fonction de perte » représentant les objectifs assignés à la banque centrale. Ce profil produirait un résultat macroéconomique qui, par construction, serait préférable à tout autre scénario. Dans sa version la plus récente, l'élément qui sert de règle dans cette approche est représenté par l'engagement de la banque centrale à l'égard d'un objectif d'inflation et d'une procédure d'optimisation à appliquer dans le cadre de la poursuite effective de l'objectif ⁸.

Les prescriptions, destinées aux banques centrales « vertueuses », qui sont formulées dans les règles d'optimisation, répondent à certaines critiques émises à l'égard des règles simples évoquées précédemment. Les règles d'optimisation de ce type peuvent exprimer une orientation résolument prospective de la politique monétaire, tout en évitant certains inconvénients liés à une politique réagissant mécaniquement à une prévision d'inflation spécifique, comme dans le cas d'une règle de Taylor fondée sur des prévisions. En principe, une telle procédure pourrait s'appuyer sur une modélisation économique perfectionnée pour traiter l'information et fournir les éléments nécessaires aux décisions de politique monétaire. De plus, en théorie du moins, elle pourrait garantir que l'ensemble des informations sur lesquelles les décisions sont fondées est nettement plus large que dans le cas de règles simples.

Toutefois, interprétées littéralement et appliquées mécaniquement, les règles d'optimisation du type décrit ci-dessus demeurent, à certains égards, trop restrictives pour la poursuite d'objectifs de politique monétaire. Premièrement, la procédure d'optimisation proposée semble sous-estimer le discernement nécessaire dans l'utilisation et l'interprétation de tout modèle économique. Deuxièmement, les règles d'optimisation, aux termes desquelles les banques centrales doivent poursuivre des objectifs fixés à des horizons prédéterminés, restreignent excessivement le cadre temporel de la politique monétaire. Étant donné que le délai de transmission est variable, il est difficile de déterminer le cadre temporel pertinent pour les projections. Ne s'intéresser qu'à un horizon de prévision spécifique peut, dès lors, susciter des réactions de court terme, incohérentes dans le temps, dont les effets devront éventuellement être neutralisés ultérieurement, entraînant des coûts en termes d'instabilité. Cela est particulièrement vrai lorsqu'une économie est confrontée à une série de chocs inattendus et durables.

⁸ Svensson (1999)

Plus généralement, toutes les règles ou procédures d'optimisation risquent de rester trop restrictives si l'élaboration de la politique monétaire dépend de la structure d'un modèle unique. Une série de décisions, considérée comme la plus adaptée sur la base d'un modèle donné de l'économie, peut souvent produire de mauvais résultats dans le cadre d'une simulation réalisée à partir d'un modèle qui se fonde sur des hypothèses différentes de fonctionnement des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Les banques centrales doivent donc avoir recours à plusieurs modèles, à des fins différentes ; en outre, divers modes, plus ou moins formels, d'interprétation des données et des évolutions économiques doivent coexister. En conséquence, si plusieurs modèles et d'autres indicateurs sont utilisés, s'ils se combinent et se complètent bien, la mise en œuvre de la règle d'optimisation proposée, comme procédure strictement codifiée, paraît moins évidente. En outre, tout profil de projection qui en résulte, considéré individuellement, ne contiendra que des informations très limitées. Dans ces conditions, il est plus important de comprendre les facteurs qui sous-tendent une telle projection et de faire connaître les motivations qui justifient une vision du monde plutôt qu'une autre.

Pour toutes ces raisons, les règles d'optimisation, telles qu'elles sont énoncées dans la littérature économique, bien qu'applicables en principe, restent insuffisantes pour un usage pratique, au sens strict, de règles de politique monétaire. Dans ce contexte, la stratégie de politique monétaire de la BCE offre un exemple d'engagement vis-à-vis d'un cadre de procédures, qui peut surmonter certaines restrictions et certains risques associés à une dépendance excessive par rapport à des règles de politique monétaire plus étroitement définies. Néanmoins, ce cadre peut être interprété comme étant fondé sur des règles. Premièrement, la stratégie comprend un engagement clair vis-à-vis de la variable cible, c'est-à-dire l'objectif primordial de la stabilité des prix à moyen terme. Deuxièmement, la stratégie définit un « cadre d'analyse » sous la forme d'une règle de procédure. Cela suppose, au préalable, de mener l'analyse et d'expliquer la politique conduite de manière systématique et structurée. Troisièmement, la stratégie de la BCE prévoit, dans une certaine mesure, l'utilisation de références et de « jalons » pour une analyse approfondie, notamment en ce qui concerne le rôle de la valeur de référence retenue pour la croissance monétaire dans l'analyse plus large effectuée dans le cadre du premier pilier.

En outre, la structure à deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE tient compte, explicitement, du besoin de robustesse du processus de décision en matière monétaire⁹. Reconnaisant différents modèles existants de l'économie et du mécanisme de transmission de la politique monétaire, la BCE a choisi de structurer son analyse autour de deux piliers. Le premier pilier englobe un groupe de modèles et de cadres analytiques qui assignent un rôle de premier plan à la monnaie dans la détermination du niveau des prix. Le second pilier recouvre une gamme d'autres modèles du processus de fixation des prix, essentiellement ceux qui soulignent l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens et du travail.

Cette structure à deux piliers réduit la part d'arbitraire, dans la mesure où il est plus difficile aux responsables de la politique monétaire de passer outre ou de

⁹ BCE (2000)

dissimuler des données contradictoires (comme cela peut être le cas avec un seul outil sommaire, comme une prévision d'inflation unique). Les deux piliers de la stratégie représentent un engagement de toujours examiner et fonder les décisions de politique monétaire sur une analyse minutieuse d'un large éventail de variables dans le cadre de ces deux piliers. En outre, si plusieurs modèles plausibles (ou, plus généralement, plusieurs approches de modélisation) de l'économie existent, mieux vaut, sans doute, en tenir compte que de sélectionner une politique d'« optimisation », suggérée par une seule modélisation.

3. Incertitude, politique monétaire et marchés des capitaux

À ce stade du raisonnement, on pourrait penser que des réponses détaillées ont été apportées sur la manière la plus efficace de faire face aux incertitudes liées à l'état de l'économie, aux structures et aux modèles de cette économie ainsi qu'à certains aspects de l'incertitude stratégique. Mais ces réponses sont-elles suffisantes ?

Bien entendu, mettre en œuvre une stratégie de politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme et, donc, éviter l'inflation comme la déflation est une condition *sine qua non*. De plus, la politique monétaire a besoin d'un cadre cohérent et logique.

Toutefois, pour parer au mieux à l'incertitude, la banque centrale doit relever deux autres défis : le défi de la communication avec les marchés et le défi de la crédibilité.

Le défi de la communication, qui consiste à mieux faire comprendre aux différents observateurs professionnels des banques centrales, aux intervenants de marché et au grand public en général l'objet de la politique monétaire et les moyens qu'elle retient pour atteindre ses objectifs, revêt une importance primordiale pour toute banque centrale moderne. Cet aspect est essentiel pour une jeune institution comme la BCE, qui ne bénéficie pas d'une longue expérience et qui opère dans un contexte multiculturel et, en particulier, multilingue. Plus généralement, de par le rôle croissant joué par les anticipations et les marchés financiers dans le processus de transmission de la politique monétaire, la majorité des banques centrales reconnaissent de plus en plus qu'une bonne politique de communication contribue à une meilleure collaboration avec les marchés et permet, en règle générale, d'atteindre de manière plus efficace les objectifs de la politique monétaire. Enfin, un esprit d'ouverture et de dialogue devrait aider les banques centrales à gagner la confiance du grand public, ce qui est particulièrement important pour les banques centrales indépendantes. L'exigence de transparence du processus de décision en matière de politique monétaire paraît, dès lors, légitime. En effet, renforcer la transparence est, en règle générale, dans l'intérêt de la banque centrale. Cependant, il convient de prendre en compte les éléments suivants.

Premièrement, le degré de transparence que l'on est en droit d'attendre de façon réaliste de la part des banques centrales est limité. Selon nous, une stratégie de politique monétaire constitue essentiellement, rien de plus, rien de moins, un cadre qui organise et structure l'analyse à la base du processus interne de prise de décision et qui, parallèlement, offre un instrument de communication externe. Par

conséquent, dans un environnement où rien n'est clair, prévisible et certain, cette stratégie n'est pas en mesure d'offrir une prévisibilité parfaite et une certitude sans faille à moyen terme. En effet, prétendre que le monde est plus simple et plus « certain » qu'il ne l'est réellement n'est pas une panacée pour la politique monétaire.

En second lieu, l'autorité monétaire devrait guider les marchés des capitaux plutôt que les suivre. L'argumentation d'Alan S. Blinder ¹⁰, est très succincte :

« ... Suivre les marchés peut être une bonne manière d'éviter des surprises financières aux effets perturbateurs, une fin légitime en soi. ... Mais je crains que cette démarche, pour diverses raisons, ne produise une politique monétaire assez médiocre. D'une part, les marchés spéculatifs s'apparentent généralement à des moutons de Panurge et réagissent de manière excessive à presque toute information. Les banquiers centraux doivent faire preuve de davantage de prudence. D'autre part, les marchés des capitaux paraissent extrêmement sensibles aux modes et aux bulles spéculatives, qui s'écartent parfois nettement des fondamentaux. Les banquiers centraux doivent se préserver de toute fantaisie et s'en tenir aux fondamentaux. Enfin, sur les marchés des capitaux, y compris les marchés des instruments à long terme, les opérateurs se comportent souvent comme s'ils avaient un horizon temporel ridiculement court, tandis que le maintien d'un horizon éloigné constitue l'essence même de l'activité de banque centrale. »

Troisièmement, il est souhaitable que la politique soit largement prévisible, afin de réduire l'incertitude et la volatilité sur les marchés des capitaux. Il ne peut être dans l'intérêt de l'autorité monétaire de chercher délibérément à surprendre les marchés. Nous avons pu constater que les marchés ont relativement bien anticipé les mesures de politique monétaire de la BCE ¹¹.

4. Incertitude et crédibilité

Tout cela me conduit au défi crucial de la crédibilité et au rôle particulier de la monnaie dans ce contexte.

De fait, la crédibilité tend à créer un cercle vertueux lié, par nature, non seulement à la stabilité monétaire, mais également au fait que l'émergence d'une incertitude fondamentale est évitée. En effet, quel que soit le moyen d'échange spécifique qu'une société peut souhaiter adopter, l'efficacité de la monnaie à faciliter les transactions économiques *via* le mécanisme des prix dépend de sa stabilité en tant qu'unité de compte de l'économie, c'est-à-dire en tant que dénominateur financier commun. Afin de détenir et accepter de la monnaie, les agents économiques doivent non seulement être convaincus que cette monnaie sera toujours acceptée comme moyen d'échange, mais également qu'elle conservera sa valeur dans le temps, les signaux de prix étant ainsi à même de garantir le bon fonctionnement des marchés.

¹⁰ Blinder (1998)

¹¹ Gaspar, Perez-Quiros et Sicilia (2001)

En revanche, si la monnaie perd ou gagne de la valeur de manière excessive, cela compromet également son utilité en tant qu'instrument d'échange. En effet, en période de très forte inflation, la monnaie, dans les transactions quotidiennes, tend à être remplacée, par exemple, par des cigarettes ou par d'autres biens — ou d'autres « maux » peut-être. Par temps de forte inflation, une monnaie ne sera plus acceptée dans les transactions, même si elle a cours légal. Ce fut le cas dans l'Allemagne d'après-guerre, à la veille de la réforme monétaire de 1948. De même, en période de déflation prolongée, la solidité financière du secteur bancaire et des agents économiques devient très incertaine, les échanges de biens et d'actifs étant guidés par des motifs de précaution incompatibles avec l'équilibre à long terme.

Ainsi donc, la monnaie est fortement liée à la confiance et, dans certaines circonstances, à la méfiance qui règnent dans une société. C'est la raison pour laquelle il est indispensable que la banque centrale s'attache particulièrement aux deux composantes de la crédibilité, telle que définie dans le dictionnaire : « ce qui fait que les déclarations d'une personne sont acceptées comme étant de l'ordre du fait ou que les raisons exprimées sont acceptées comme étant les vraies ». En d'autres termes, la crédibilité dépend très étroitement de la qualité de l'analyse de la banque centrale et de l'aptitude de celle-ci à étudier et décrire les faits et la réalité sur le moyen terme, y compris les développements micro et macroéconomiques, l'évolution des marchés et de la stabilité financière. La crédibilité dépend également de la capacité de la banque centrale à tenir ses engagements avec succès.

À cet égard, il importe, en particulier, de souligner que les agrégats monétaires et leurs contreparties ¹² sont très utiles pour refléter la confiance ou la méfiance, étant donné qu'ils sont basés sur les bilans des intermédiaires financiers. De fait, ces derniers reflètent non seulement le flux des transactions qui sont effectuées, mais également les restrictions de crédit et les tensions financières qui émergent lorsqu'une incertitude fondamentale se développe. En tant que telles, ces statistiques permettent de créer un lien entre les tensions micro et macroéconomiques et traduisent la profondeur du rapport qui existe entre l'analyse monétaire et la stabilité financière.

Cela explique également, d'une part, l'utilité d'évaluer les agrégats monétaires par rapport à une valeur de référence et, d'autre part, le fait que les écarts à court terme par rapport à cette valeur de référence peuvent être substantiels. La demande de monnaie reflète, en effet, à la fois les motifs de transaction, qui sont directement liés à d'autres variables macroéconomiques, y compris les prix, et les motifs de précaution. Ces derniers peuvent être liés à une incertitude fondamentale, ce qui les rend difficiles à modéliser. Alors que les motifs de transaction peuvent sous-tendre la définition d'une valeur de référence pour la croissance d'un agrégat monétaire, M3 dans le cas de la BCE, l'existence et la réversibilité des motifs de précaution expliquent que cette valeur de référence ne peut constituer un objectif à atteindre et qu'il convient de surveiller et d'expliquer en permanence tout écart par rapport à celle-ci. En conséquence, avec la monnaie, le banquier central dispose d'un élément essentiel, mais non exclusif, de réponse à l'incertitude.

¹² Borio et Lowe (2002)

Stabilité de la monnaie et stabilité des prix : tels sont les fondements d'une économie de marché fonctionnant harmonieusement et la meilleure façon pour une banque centrale de faire face à l'incertitude. De nombreux arguments économiques plaident en faveur de la stabilité des prix, largement revenue à l'ordre du jour. Toutefois, les arguments en faveur de la stabilité des prix vont au-delà de la sphère purement économique. La stabilité des prix, la capacité à compter sur une monnaie stable, constituent le fondement de la confiance : confiance dans l'interaction entre les agents économiques, dans les droits de propriété, dans la société et, de manière plus générale, dans l'avenir. La confiance dans une monnaie stable est également la base d'une société libre, où chacun est en mesure de prendre des décisions et de forger son propre avenir. Inversement, en cas de perte de cette confiance, l'État est inévitablement appelé à l'aide pour assurer l'avenir de façon collective. L'inflation et la déflation ébranlent la confiance dans la monnaie et, plus généralement, dans les droits de propriété.

Lénine, qui avait apparemment identifié ce mécanisme, aurait fait remarquer que « le meilleur moyen de détruire une société civile est de détruire sa monnaie ». Ainsi, outre la raison économique, une raison d'ordre moral nous oblige à maintenir la stabilité des prix. De fait, dès le Moyen-Âge, Nicolas Oresme défendit la thèse d'une monnaie stable comme principe de loi naturelle et s'éleva contre les dévaluations monétaires auxquelles l'État avait recours, les qualifiant de mesures pires que l'usure, comparables au vol et à l'exploitation. Cette idée fondamentale demeure valable aujourd'hui, même si l'incertitude peut prendre des formes différentes.

Bibliographie

Aglietta (M.), Orléan (A.) (2002) : « La monnaie entre violence et confiance », Paris, Éditions Odile Jacob.

Banque centrale européenne (2000) : « Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel*, novembre.

Blinder (A. S.) (1998) : « Central Banking in Theory and Practice », The MIT Press.

Borio (C.), Lowe (P.) (2002) : « Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus », Document présenté lors de la conférence de la BRI « Changes in risk through time: measurement and policy options », *Documents de travail de la BRI*, 114, Bâle, juillet.

Brainard (W.) (1967) : « Uncertainty and the effectiveness of policy », *American Economic Review*, Papers and Proceedings, mai.

Christiano (L.), Eichenbaum (M.), Evans (C.) (1999) : « Monetary policy shocks: what have we learned and to what end? », in Taylor J.B., Woodford M. (Eds.) : *Handbook of Macroeconomics* (North Holland), 65-148.

Clarida (R.), Galí (J.), Gertler (M.) (1998) : « Monetary policy rules in practice: some international evidence », *European Economic Review* 42, 1033-68.

Friedman (M.) (1956) : « The Quantity Theory of Money: A Restatement », Studies in *Quantity Theory*, Chicago University Press.

Galí (J.) (1999) : « Technology, employment and the business cycle: do technology shocks explain aggregate fluctuations? », *American Economic Review* (89) 1, 249-271.

Gaspar (V.), Perez-Quiros (G.), Sicilia (J.) (2001) : « The ECB monetary policy strategy and the money market », *ECB Working Paper* 69, juillet.

Orphanides (A.) (2000) : « The quest for prosperity without inflation », *ECB Working Paper* 15, mars.

Orphanides (A.), Van Norden (S.) (2001) : « The reliability of output gap estimates in real time », *CIRANO Scientific Series* s-57, novembre.

Scheinkman (J.), Lasry (J.-M.), Conze (A.) (1993) : « Borrowing constraints and international comovements », in Becker R. et al. (Eds), *General Equilibrium Growth and Trade II*, Academic Press, 1993. Reprinted in *Hitotsubashi Journal of Economics* 34, Special Issue, décembre 1993.

Scheinkman (J.), Glaeser (E.) (2002) : « Non-market interactions », in Dewatripont (M.), Hansen (L.P.), Turnovsky (S.) (Eds) : « Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications », *Eight World Congress*, Cambridge University Press.

Scheinkman (J.), Woodford (M.) (1994) : « Self-organised criticality and economic fluctuations », *American Economic Review* 84(2), mai, (Papers and Proceedings), 417-421.

Svensson (L. E. O.) (1999) : « Inflation targeting as a monetary policy rule », *Journal of Monetary Economics* 43.

Taylor (J. B.) (1993) : « Discretion versus policy rules in practice », Carnegie Rochester Conference, *Series on Public Policy* 39.

Woodford (M.) (2002) : « Inflation stabilisation and welfare », *Contributions to Macroeconomics* 2(1), Article 1.